

学校编码: 10384
学号: 200214023

分类号_____密级_____
UDC _____

厦 门 大 学
硕 士 学 位 论 文

中国上市公司股权融资偏好研究

——偏好股权融资是因为资本成本低吗

Is Low Capital Cost a Sound Reason for Equity
Financing Preference in China's Listed Companies

郑 彦

指导教师姓名: 沈维涛 教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2005 年 4 月

论文答辩时间: 2005 年 月

学位授予日期: 2005 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2005 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师的指导下独立完成的研究成果。本人在论文的写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确的方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

中文摘要

目前国内研究中流行着“融资成本低导致股权融资偏好”的说法。融资成本低，这似乎是股权融资偏好的最直接、最容易让人接受的一个解释。但是股权融资的资本成本一直以来又是研究中争论的焦点，国内学者对于“股权融资成本与债权融资成本孰高孰低”远未定论。因此，对于“股权融资偏好就是缘于融资成本低”的说法，本文采取了谨慎的态度。为什么国内研究关于“股权融资与债权融资成本孰高孰低”分歧如此之大？“股权融资成本近乎免费的午餐”与“股权融资成本远高于债权融资”两种说法所指的“股权融资成本”是否是一回事呢？这是本文的问题出发点。

本文从投资者的角度和上市公司的角度区别资本成本与融资成本两个不同的概念，并对股权资本成本和股权融资成本两个“成本”进行对比。在实证研究的基础上，本文发现资本成本和融资成本两个概念不仅不同，而且二者在我国不成熟的股票市场上存在严重的偏离。在西方价值取向型投资的市场条件下，投资者会坚持自己的投资回报，因而资本成本与融资成本相差不大。可见，我国的投资者注重资本利得、重投机轻投资的非价值取向投资模式是导致两种成本概念偏离以及上市公司偏好股权融资的重要影响因素。所以，中国的上市公司偏好股权融资并非单纯由于融资成本低，而是因为资本成本与融资成本的偏离，其原因仍然根源于股市和投资者的不成熟。

关键词： 上市公司； 融资成本； 资本成本

ABSTRACT

This paper studies the cost of equity financing in China's listed companies. Low financing cost, appealing and easy to understand as well, is now widely used in explaining China's equity financing preference, which is by no means a simple phenomenon. For years, the cost of equity capital is the focus of academic arguments and disagreement in China. Scholars are far from coming to an agreement as to whether equity financing is more costly or less than debt financing. As such, the paper takes a very serious and conservative view towards the methodology of explaining the puzzle of equity financing preference by the myth of equity capital cost.

When scholars are claiming *equity financing is like free lunch* and *equity financing is costly* at the same time, are they saying the same *cost*? This paper then looks at the conception of *cost* from two aspects: the listed companies and the investors. Empirical analysis shows that the two conceptions of cost, which we assumably name after financing cost and capital cost, are far different. Why the two costs are distinct and diverging in China's stock market? There is no easy answer to this question and we have to look back to the fundamental imperfections underlying China's stock market. Corporate governance, equity structure of listed companies, investors and market failure are all held responsible for equity financing preference. We then conclude that low capital cost is not a sound reason for equity financing preference in China's listed companies. The arrangement of this paper is as follows:

The first part briefly overviews capital structure literature, which make it clear that equity financing preference in China's listed companies are really a theoretical puzzle.

The second part lists three typical cost theories to explain equity financing preference in China.

The third part is the key of this paper. By empirical analysis, we see the difference between equity financing cost and equity capital cost, so that we contribute new idea and evidence to the controversy over cost theories.

In the end, we briefly conclude the paper and make some suggestions to correct equity financing preference in China.

Key words: Listed company; Financing cost; Capital cost

目 录

前 言	1
第一章 西方资本结构理论及其在我国的悖论.....	6
一、西方资本结构理论回顾	6
(一) 早期资本结构理论	6
(二) 现代资本结构理论	7
二、中国上市公司资本结构的特点与股权融资偏好	10
(一) 现代资本结构理论在我国的悖论	10
(二) 中国上市公司股权融资偏好的经验证据	12
(三) 股权融资偏好的负面影响分析	14
第二章 国内关于股权融资偏好的研究回顾及问题的提出...	18
一、免费资本幻觉假说	18
二、硬约束厌恶假说	19
三、资本成本、融资成本偏离假说及问题的提出	21
第三章 实证分析：上市公司资本总成本与融资结构.....	25
一、建模思路	25
二、数据选取与处理	26
(一) 数据选取	26
(二) C 的计算	26
(三) EDR、NTR 和 LnSIZE 的计算	27
(四) 数据选取与处理过程举例	28

三、分析结果	35
(一) 资本成本分析	35
(二) 融资成本分析	37
(三) 主要结论	39
第四章 股权融资偏好的进一步探因及对策建议	41
一、股权融资偏好的深层次原因分析	41
(一) 非价值取向的投资者	41
(二) 特殊的股权结构与治理结构	42
(三) 不成熟的资本市场	44
二、纠正股权融资偏好的对策及建议	45
(一) 培育成熟的投资者	45
(二) 树立理性的融资理念，完善治理结构	46
(三) 完善资本市场	47
三、研究的局限性	48
参考文献	49
附 录	52
后 记	69

CONTENTS

Preface.....	1
Chapter 1 Literature review and equity financing preference...	6
Subchapter 1 literature review of capital structure.....	6
Section 1 early capital structure theory.....	6
Section 2 modern capital structure theory.....	7
Subchapter 2 equity financing preference in China.....	10
Section 1 the puzzle of equity financing preference in China.....	10
Section 2 empiriacal evidences of equity financing preference.....	12
Section 3 impact of equity financing preference.....	14
Chapter 2 Overview of equity capital cost theory in China.....	18
Subchapter 1 free lunch illusion hypothesis.....	18
Subchapter 2 restriction dislikeness hypothesis.....	19
Subchapter 3 financing cost and capital cost hypothesis.....	21
Chapter 3 Empirical study: capital cost and capital structure...	25
Subchapter 1 methodology design.....	25
Subchapter 2 data and calculation.....	26
Section 1 screening data.....	26
Section 2 capital cost and financing cost.....	26
Section 3 EDR, NTR & LnSIZE.....	27
Section 4 screening and calculation illustration.....	28
Subchapter 3 results.....	35
Section 1 capital cost analysis.....	35
Section 2 financing cost analysis.....	37
Section 3 main conclusions.....	39
Chapter 4 further study and suggestions.....	41
Subchapter 1 systematic causes of equity financing preference.....	41
Section 1 irrational investors.....	41
Section 2 equity structure and corporate governance.....	42
Section 3 imperfect stock market	44

Subchapter 2 policy suggestions	45
Section 1 rational investors.....	45
Section 2 mature listed companies.....	46
Section 3 wholesome stock market.....	47
Subchapter 3 shortcomings	48
Bibliography	49
Appendix	52
Acknowledgement	69

厦门大学博硕士论文摘要库

前 言

资本结构是指企业各种长期资金来源的构成和比例关系，即企业债务资本与权益资本的比例关系。西方学者认为，债务融资具有抵税好处，只有当债务融资超过一定点时破产成本和代理成本增加才会抵消企业节税利益，因此企业应保持一定债务比例。此外，债务融资对管理者具有激励作用，可降低由于所有权和控制权分离而产生的代理成本，更能向市场传递积极的信号，有助于提高企业市场价值。总之，企业融资应首选内源融资，若需外源融资，应首选举债，然后才发行股票。这就是来自现代资本结构理论的“融资定律”。这条定律已被西方资本结构理论和发达国家资本市场的实践所证明。但是，大量研究却发现，我国的上市公司存在悖于西方资本市场的股权融资偏好，表现为拟上市公司上市之前，有着极其强烈的冲动去谋求公司首次公开发行股票并成功上市。公司上市之后，在再融资方式的选择上，往往不顾一切地选择配股或增发等股权融资方式。

我国的学者曾对股权融资偏好的成因做过大量的研究和假设。在上市公司追求自身利益最大化的前提假设下，股权融资成本低的解释是最直接、也最容易让人接受的。在某些时期，大量的股权融资偏好研究与争论都集中于股权融资与债权融资的资本成本比较。其中最具争议性的莫过于“股权融资近乎是免费午餐”的观点了。

上市公司为何偏好于股权融资呢？“免费资本幻觉假说”认为，上市公司通过股权融资向投资者支付的投资收益非常低，几乎等同于“免费的午餐”，不用白不用，所以上市公司偏好于股权融资。例如在黄少安、张岗(2001)的研究中发现，相当多的上市公司常年不分红，或者是象征性的分红。“股权融资近乎免费”，这就是上市公司股权融资偏好的直接动因。裴平(2000)

的“免费资本幻觉假说”形象地体现了这一观点。所谓“免费资本幻觉”，是由于企业股权融资不用偿还本金，公司效益好时就派送红股或象征性地派点股息，好像上市公司可以无偿占有股市投资者的资金。股权融资的近乎“免费”的幻觉驱使着许多上市公司热衷于上市圈钱。不过，国内许多学者都对股权融资是否“免费”的问题做过研究，这些研究大多采用的是描述性统计。但由于样本选取、分析方法，以及对资本成本的定义等方面的差异，不同的学者对于“免费资本幻觉假说”尚存在很大的争议。支持“免费资本幻觉假说”的研究主要有黄少安、张岗（2001）、裴平（2000）、郑江淮（2001）等。而沈艺峰、田静（1999）、王宁（2000）等研究却认为权益资本成本实际上远高于债权资本成本。

与“免费资本幻觉假说”类似但又区别的是“硬约束厌恶假说”，该假说认为，上市公司的利润中只有很小一部分拿来分红，而且股权资本不需要像债务那样到期还本付息，具有软约束性，所以出于对债务资本硬约束的厌恶，中国上市公司自然首选软约束的股权融资。支持该假说的学者发现，股权融资往往不符合企业价值最大化的目标，因而，现实生活中股权资本与债权资本对上市公司的现金软硬约束不同才是中国上市公司偏好股权融资的合理解释。如文宏（1999）指出：股权融资对企业的息税前利润呈负相关性，而长期负债、流动负债对企业息税前利润在大多数情况下呈正相关性。此外由于我国对配股公司有10%净资产收益率的要求，远高于银行贷款利率，上市公司在负债率并不高的情况下，使用股权融资，并不符合企业价值最大化的目标，而较明显地表现为对负债到期还本付息这种硬约束的厌恶。不过有的研究显示在我国企业的实际情况中只有大约45%的负债项目会发生实际的利息费用（方晓霞，1999），因此债权融资究竟在多大程度上对企业形成“硬约束”还有待进一步研究。此外，“硬约束厌恶假说”作为经验假说，目前缺乏实证领域的证明。

另外一种成本假说不同意上述“免费资本幻觉假说”或者“硬约束厌恶假说”的看法，“资本成本、融资成本偏离假说”通过区分资本成本和融资成本两个不同概念，分析了非价值取向型的投资模式诱发上市公司角度的融资成本与投资者角度的资本成本严重偏离的问题。资本成本与融资成本的区别在于：资本成本是站在公司投资者的角度来衡量的必要收益率；而融资成本是站在公司管理者的角度计算融资的代价，是公司管理者再融资时实际考虑并实际付出的成本。二者根本不是一回事，但是它们又有着密切的联系（宋琳，2003）。发明风靡全球的EVA管理模式的美国Stern Stewart&Co.财务咨询公司指出：“许多公司实际上是在损害股东财富，因为所得利润是小于全部资本成本的。EVA纠正了这个错误，并明确指出，管理人员在运用资本时，必须为资本付费，就像付工资一样。”“换句话说，EVA是股东定义的利润。假设股东希望得到10%的投资回报率，他们认为只有当他们所分享的税后营运利润超出10%的资本金的时候，他们才是在‘赚钱’。在此之前的任何事情，都只是为达到企业风险投资的可接受报酬的最低量而努力。”同时该公司还规定了运用EVA的两条基本财务原则，其中的第二条原则是：“一个公司的价值取决于投资者对利润是超出还是低于资本成本的预期程度。”这里的资本成本绝不是公司股权的融资成本，而是投资者的一种风险回报权利。如果上市公司处于一个价值投资型资本市场上，投资者就会坚持自己的投资权利，那么投资者的资本成本相对于公司管理者而言就是必须满足的条件，即具有硬约束性，资本成本和融资成本就比较一致；而如果公司处于一个非价值投资型的资本市场上，即投资者对投机收益的追逐远大于获取价值回报，那么投资者的资本成本对于公司管理者而言就是虚的，或者说是软约束。此时，公司股权融资的融资成本就会远远小于其资本成本，甚至可以为零。例如，在我国这样一个新兴资本市场上，由于种种原因，许多公司长期亏损，根本无力向投资者支付回报，显然其股权融资的融资成本为零，

但这时并不能说该公司股权的资本成本为零。“资本成本、融资成本偏离假说”认为，对资本成本的重新认识和对融资成本的定义，可以纠正我国长期以来对资本成本概念的误解，有利于澄清资本成本与融资成本的关系，特别是认识到不同的投资模式下股权资本成本对公司管理者的软硬约束是决定公司融资偏好的关键因素。该假说试图把股权融资偏好成因的研究方向重新引回到中国股市的低效率、不成熟的投资者，改变过去研究在资本成本的争论中打转的状况。“资本成本、融资成本偏离假说”的问题在于其缺少来自中国股票市场的实证证据说明资本成本与融资成本的偏离及非价值取向投资模式在二者偏离中发生的作用。

那么，哪种假说最能够解释中国上市公司偏好股权融资的原因呢？如果按照“资本成本、融资成本偏离假说”区分资本成本与融资成本概念是否有实际意义呢？本文将重点研究这些问题。

本文的结构安排如下：第一章在回顾西方资本结构理论的基础上，指出中国股市的股权融资偏好悖论，并提出上市公司为何偏好股权融资的问题。第二章回顾我国学者为解释股权融资偏好提出的几种成本假说，以为本文的实证研究设计做准备。第三章实证分析是本文的重点。本文的实证设计区分了资本成本与融资成本，通过选取中国上市公司慷慨分配的 2000-2001 年这样一个特殊的时期，研究投资者的收益水平（资本成本）与上市公司的付现水平（融资成本）的差别。结果表明，2000-2001 年中国股市似乎出现了喜人的“双赢”结局。一方面，上市公司付现压力极低；另一方面，许多投资者从上市公司的配股派现行为中获取了高收益。不过研究这种“双赢”结局，不难发现其出现的深层次原因是上市公司更多地通过配股这样一种不花钱的偿付方式对投资者进行回报，而中国投资者似乎愿意承担这样一种从股市的风险中获取回报的分配方式，中国股市的弱效率导致股价不完全对公司分配做出及时反应，“牛市”里的超额收益一定程度上鼓励了投资者重投机轻

投资的非价值取向投资模式。总之，上市公司偏好股权融资以及投资者“用脚投票”约束机制失灵是由于中国股市的融资成本与资本成本远远偏离造成的，二者偏离的原因又是根源于我国投资者非价值取向型的投资模式和股票市场的弱效性。本文希望阐明股权融资偏好是不成熟的中国股市、投资者和上市公司治理结构问题三方面合力的结果这一观点，进而为改善股权融资偏好和完善中国资本市场提供参考意见。第四章则在总结本文的主要观点的基础上对治理股权融资偏好提出建议。

第一章 西方资本结构理论及其在我国的悖论

资本结构是指企业各种长期资金来源的构成和比例关系，即企业债务资本与权益资本的比例关系。资本结构理论是西方财务理论的重要内容，并经历了一个逐渐形成，不断发展和完善的过程。它基于实现企业价值最大化和股东财富最大化的目标，着重研究企业资本结构中长期债务资本和权益资本构成比例关系的变动对企业总价值的影响。根据沈艺峰的总结和概括，整部“资本结构理论史”大致可以分为两个阶段：前一阶段是旧资本结构理论时期，后一阶段是新资本结构理论或现代资本结构理论时期。现代资本结构理论形成于整个 50 年代，跨越到 70 年代后期。其内容包括 MM 理论、权衡理论、激励理论、优序融资理论和控制理论等。

一、西方资本结构理论回顾

（一）早期资本结构理论

1952 年，杜兰特（David Durand）在美国经济研究局召开的企业理财研究学术会议上提交了一篇题为《企业债务和股东权益成本：趋势和计量问题》的论文，系统地总结出资本结构的三种理论：净收益理论、净营业收益理论和介于两者之间的传统折中理论，成为早期资本结构理论的正式开端之一。净收益理论认为，利用债务可以降低企业资本成本，即加大公司的财务杠杆程度，可降低其加权平均资本成本，并提高公司的市场价值，因此主张企业为实现企业价值最大化，应使用几乎 100% 的债务资本，这时加权平均资本成本最低。这种理论的主要缺陷在于没有在财务杠杆利益和财务风险之间进行很好的权衡，过分强调财务杠杆作用而忽视财务风险。净营业收益理论认为，不论企业财务杠杆作用如何变化，总资本成本率是固定的，因此对企业

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库